

# 国际金融市场的非均衡性与金融风险分析

庞  
任  
平

伴随着世界经济一体化的潮流,我国金融走向国际市场是一个不可避免的选择,国际收支经常项目要开放,资本项目在条件成熟的前提下也必然要开放。国际金融市场不是风平浪静的,时刻有可能出现金融风暴。对此,我们不应退却或裹足不前,而应未雨绸缪。本文在此对开放经济条件下,国际资本流动如何给一国带来金融风险或危机问题进行探讨。

## 一、国际金融市场的均衡机制

国际金融市场的均衡机制,是在不考虑交易成本和信息成本等制约因素的情况下,具有相同特征的证券或资产不存在从国际流动中获利的机会的一种市场稳定性,这时,国际金融市场处于一种静止平衡的状态。其形成条件分析如下:

以  $S$  表示直接标价法下的即期汇率,  $F$  表示远期汇率,以  $r$ 、 $r^*$  分别表示本国货币利率与外国货币利率(投资收益率)。假设从国内筹措的资金为一单位本国货币,从外汇市场上抛得出  $1/S$  外国资产,再把  $1/S$  外国资产投资于一长期投资项目,一年后可得  $(1+r^*) \cdot 1/S$  外币资产,再到外汇市场上兑换本币,可得  $(1+r^*) \cdot F/S$  本质币资产。同样道理,投资者也可以从国外筹措资金,投资于本国资产,最终可得  $(1+r) \cdot F/S$  单位外币,两种投资操作方式正好相反。资本在国际金融市场中的流动方向取决于两种投资方式的最后收益率与投资成本的比较。以第一种方式为例说明,

如果  $(1+r^*) \cdot F/S > (1+r)$ , 即期资本流出, 远期资本流入。

如果  $(1+r^*) \cdot F/S < (1+r)$ , 即期资本流入, 远期资本流出。

如果  $(1+r^*) \cdot F/S = (1+r)$ , 投资于本国资产与抵补后的外国资产收益率相等, 市场处于均衡状态。

如果以  $f$  表示远期贴水或升水, 即  $f = (F - S) / S$ , 即  $F/S = 1 + f$ , 代入以上三式, 经过转换, 得出  $1 + r^* \leq 1 + f = (F - S) / S$  其含义与上三式相同。

从上述分析可知, 只要投资的最终收益与资本不一致时, 国际金融市场就失去均衡, 资本流动就会产生。事实上, 在开放经济条件下, 国际资本流动方向和规模是变化莫测的, 如果一国的经济基础、金融监管手段或金融市场建设等不相适应, 就有可能酿成金融风险, 并有可能传染、扩大成国际金融风险。那么, 国际金融市场上的均衡是如何被打破并酿成风险的呢? 下文将从国际金融市场其本身的内生变量进行分析。

## 二、国际金融市场的非均衡与金融风险

国际金融市场非均衡主要由国际金融投资者主观预期、投资交易成本、投资者的投机行为和一个国家本身的金融市场状况等因素引起, 这些因素的变化内在使国际金融市场失去均衡, 导致国际金融资本流动变化无常, 如果资本流出流入国家没有防范能力, 就极易产生金融风险。下面是具体分析。

### (一) 主观预期机制

国际金融市场的活动一般由外汇交易商和金融投资者充当主体。无论是套利保值还是投机, 都是以汇率和利率的预期为基础。“外汇交易商制订买卖外汇的决策莫基于他们的汇率预期, 而汇率预期又取决于他们

对汇率趋势相关的政治、经济的掌握。”各交易商和投资者对未来汇率或利率的预期是一个博弈的过程,对汇率和利率预期的差异直接导致国际资本流动的大幅波动。

按现代经济学的观点,预期均衡是指合理预期和预测。即是对所有现在可得的、与变量的未来发展趋势有关的信息所作出的预期和预测。只要市场参与者都能根据自己现在所能得到的、与变量的未来发展趋势有关的信息来进行预测,那么最终结果必然是与从市场角度得到的信息相一致,达到预期均衡。所以,只要投资者或投机商发现市场的实际情况与他们的合理预期有差异,他们就会改变其定价策略,利用市场差价获利。各投资者主观预期的差异可以内生地扩大或缩小资本流动的波动性

主观预期对国际金融非均衡性的内生作用可以从两个角度进行分析。

1.通过对汇率的主观预期产生预期差异,影响国际金融市场的均衡,是金融风险的一个重要的内生因素

我们知道,“价格大幅度的急剧变化和持续易变性是证券化票据市场的特点,由可以觉察到的有关风险与利润的变化来驱动投资也是市场的特点。”“当进行汇率是否呈无偏性波动实验时,有效的汇率预测者能更容易地解释远期汇率的情况,同时,也能更容易地判断呈什么趋势变动及其左右因素”。在国际货币市场中,投资者的未来收益决定于两国资产之间的有效收益与成本差,而“外国资产的有效收益等于外币利率加上汇率的预期变化”。如果把远期汇率  $F$  加上预期因素,就是预期未来即期汇率,可以表述为  $E_{t+1}$ ,那么升水率  $f = (E_{t+1} - S) / S$  对  $r - r^* \leq f = (F - S) / S$  式两边同时减去汇率的预期变化  $(E_{t+1} - S) / S$ ,得:

$$r - r^* - (E_{t+1} - S) / S \leq [(F - S) / S] - [(E_{t+1} - S) / S] = (F - E_{t+1}) / S \quad \dots\dots A式$$

由 A 式可以看出,投资者必须承担的风险升水或贴水  $(F - E_{t+1}) / S$ ,即国内外两种资产的收益差取决于远期汇率  $F$  与预期未来即期汇率  $E_{t+1}$ 。远期汇率成为未来即期汇率的有偏预测指标。假设即期汇率不是按随机走动方向式运动,那么即期汇率  $S$  可以表述为:

$$S_t = \alpha S_{t-1} + \beta S_{t-2} + \gamma Z_t + \delta Z_{t-1} + U_t \quad \dots\dots B式$$

( $Z$ 是某种其他变量,如货币存量, $\alpha, \beta, \gamma, \delta$ 是参数, $U$ 是预测随机误差)

因为  $S$ 和  $Z$ 的过去值在  $t-1$ 期都是已知的,所以下一个时期的合理预期远期汇率也根据过去的  $S$ 和  $Z$ 值来推测,可以用  $E_{t-1}S$ 来表示:

$$E_{t-1}S_t = \alpha S_{t-1} + \beta S_{t-2} + \gamma E_{t-1}Z_t + \delta Z_{t-1} \quad \dots\dots C式$$

现将 B式减 C式,得到:

$$S_t - E_{t-1}S_t = \gamma (Z_t - E_{t-1}Z_t) + U_t \quad \dots\dots D式$$

由此看出,如果风险中立,则 D式左边表示:在  $t-1$ 期签订一个按合理预期远期汇率(即  $E_{t-1}S$ )买进外币的远期合同,然后在  $t$ 期以  $S$ 交割,并将该外币即期卖出所得到的收益。这种预期投资收益的大小由预期汇率  $E_{t-1}S$ 决定。在国际金融市场中也正是这个由预期远期汇率决定的投资收益决定国际资本的流向和规模,当不同投资者在同一时期的预期大致相同时,这时大量国际资本就将同时流入或流出一国金融市场,增加该国金融市场的动荡性

2 对利率的预期影响国际金融市场的均衡

按利率平价理论,利率是国际资本流动的决定因素。“相对的利率在影响金融分配中特别重要,促使资金从利润率低的地区或部门流向利润率高的地区或部门。”按照欧文·费雪提出的费雪方程式  $r = i + \pi$ ,名义利率等于实际利率  $i$ 与预期通货膨胀率  $\pi$ 之和。在国际金融市场中,可以将其分解为本国和外国两个方程式,分别为  $r = i + \pi$  和  $r^* = i^* + \pi^*$ 。

如果国际上的实际利率相同,即  $r = r^*$ ,那么,名义利率  $r$ 和  $r^*$ 仅因预期的通货膨胀而有所不同,所以得  $r - r^* = \pi - \pi^*$ ,与 A式合并,得:

$$\pi - \pi^* - (E_{t+1} - S) / S \leq (F - E_{t+1}) / S \quad \dots\dots E式$$

所以,国内外金融资产的收益率差  $(F - E_{t+1}) / S$ 由预期的通货膨胀率  $\pi - \pi^*$ 、预期未来即期汇率  $E_{t+1}$ 和即期汇率  $S$ 共同决定。这种收益率差影响着国际金融市场的有效运行,其波动性成为国际金融风险的一个助长因素。

现实中,当利率和远期汇率有相同的到期期限时,两国利率的差距等于远期升水或贴水。远期汇率经常被看成是未来即期汇率的市场预测,利率差也大约等于即期汇率的预期变化。因为,一国利率高于他国利率时,预期高利率货币会对低利率货币贬值。由于各地的有效收益会趋于一致,因此,一国利率高于他国利率的

唯一办法就是预期高利率货币贬值,有效收益率  $r + (F - S) / S$  要低于观察到的利率  $r$ , 因为预期货币贬值, 即  $F < S$ , 所以, 完全可以说, 利率是一个时时刻刻影响国际资本流动稳定性的一个重要因素

另外, 主观预期还有其他方面的表现, 但是不是短期、直接的決定因素, 而具有长期性。本文不作具体论述。

(二)交易成本机制分析

在国际金融市场中, 投资的交易成本是买卖价差。买卖价差由二部分构成: 第一是国内借款利率  $r_B$ , 国内投资收益率  $r_L$ , 国外借款利率  $r_B^*$ , 国外投资收益率  $r_L^*$  四者之间构成的利率差。第二是外汇买卖价差。投资主体必须考虑利率差和外汇价差, 以调整其资金投入方向及投资规模。这种交易成本是国际金融市场非均衡性的一个内生因素

在  $r_B \neq r_L, r_B^* \neq r_L^*$  的前提下, 国际金融市场的投资有四种方式可供选择:

- ① 借一单位本币(美元), 投资于外国, 再卖出远期外汇, 最终得  $(1 + r_L^*) F / S$  美元, 这时报酬率为  $F / S (1 + r_L^*) - (1 + r_B)$ , 即  $[(1 + r_L^*) F - S(1 + r_B)] / S$
- ② 投资者作反向投资, 此时报酬率为  $S(1 + r_L) - (1 + r_B^*) \cdot F / S$
- ③ 借款于本国而投资于外国, 报酬率为  $r_L - r_B$
- ④ 在外国借一定资金, 投资于外国, 报酬率为  $r_L^* - r_B^*$

投资者对四种投资方式进行不同的效益比较, 决定资金的投资方向。

以①和②的比较为例进行分析:

第一步, 假设银行外汇买卖价差相同

有  $[(1 + r_L^*) F - S(1 + r_B^*)] / S \leq S(1 + r_L) - (1 + r_B^*) \cdot F / S$

移项得:

$[(F - S) / S][(1 + r_L^*) + (1 + r_B^*)] \leq [(r_L + r_B) - (r_L^* + r_B^*)] \dots\dots (1)$

第二步, 假设投资者同时面临四种利差和买卖价差构成的交易成本。以  $S_a, F, S_b, F$  分别表示即期外汇和远期外汇的买价(ask)和卖价(bid) 那么 (1)式将转换为:

$[F - S_a / S_b][(1 + r_L^*) + (1 + r_B^*)] / (1 + \tau) \leq (r_L + r_B) - (r_L^* + r_B^*) / (1 + \tau)$ , 其中  $\tau = (S_a - S_b) / S_b$

对其进行变形移项, 得:

$F \leq S_b [(1 + r_L) + (1 + r_B)] / [(1 + r_L^*) + (1 + r_B^*)] / (1 + \tau) \dots\dots 1. a$

根据同样方法对其他五种投资选择进行比较, 得出其余五种结果, 分别是:

$F \leq S_b [(1 + r_L) / (1 + r_L^*)] \dots\dots 2. a$

$F \leq S_b [(1 + r_L) + (1 + r_B^*) - (1 + r_L^*)] / (1 + r_B^*) \dots\dots 3. a$

$F \leq S_b [(1 + r_B) / (1 + r_B^*)] \dots\dots 4. a$

$F \leq S_b [(1 + r_B) + (1 + r_L^*) - (1 + r_B^*)] / (1 + r_L^*) \dots\dots 5. a$

$F \leq S_b [(r_L - r_B) / (r_L^* - r_B^*)] \dots\dots 6. a$

投资者可以对上述六种投资结果进行比较, 取出最优解, 作出投资选择, 从而决定国际金融资金的流向和规模。而且两种价差引起不同投资方式的效益差别大小直接影响着资金流动的波动及幅度, 导致国际金融市场的非均衡。

以  $S_a, S_b$  分别表示未来即期市场的外汇买价和卖价, 以 1. a 式作为分析对象, 并把它加上预期因素, 列括号内容为  $M$ 。如果  $S_b > S_a M$ , 或者  $S_b > F_b M$ , 即期资本流出, 远期资本流入。如果  $S_a > S_b M$  或者  $S_a > F_b M$ , 资本流动正好相反。

所以说, 不同国家的存贷利率以及外汇的买卖差影响国际资本流动的方向和规模, 当两者产生变动以及投资者对其变动的预期估计产生偏差时, 就必然有大规模的不稳定性流动资金, 当其波动幅度超过一个国家的经济承受能力和监管能力时, 就有可能酝酿成金融风险。

(三)投机行为分析

国际金融投机主体经常以各种基金的合法身份出现,其资金具体表现为国际游资(HOT MONEY),投机行为的主要目的是利用非正常的投机手段,获得正常投资收益以外的资本利益。当投机基金非常庞大,达到对特定的汇市形成和汇率趋势基本控制的程度时,投机行为就会给金融市场产生直接冲击,导致一国金融市场风险的产生。

投机行为的基本特征是,市场参与者在预测到经济政策或诸如汇率和利率等经济变量不能维持时,突然进行大幅度的资产重组,“投机性冲击是在市场预测经济政策不一致时所作出的理性反应”,“不一定要将投机性冲击视为市场的反常行为,相反,它被看作是竞争性市场在预测到经济政策的不连续性后的典型反应”。投资者的大幅度资产重组还有其他原因,典型的有二种:第一,投资者为避免损失,在即期市场上卖出外汇;第二,投机者为获取利润,在远期市场中卖出外汇的空头头寸。

在投机活动的形成过程中,存在下列因果关系:基本经济因素的错位程度、收支衡的频率和严重性引起资本流量的增加,资本流量的增中引起投机活动量的增加。伴随着资本流量的增长,外汇需求规模扩大,不稳定性出现增强,发生动荡的事件的可能性也会增加。如果外汇具有作为一种理想资产的特征的话,那么,随着外汇价格越来越大的波动,从中投机的机会也将增加,只要投机主体存在,就会引起投机活动量的增加。

投机活动量对国际金融市场产生三个效应:第一,投机活动量的上升直接导致外汇需求规模和不稳定性的上升,金融动荡增加;第二,投机活动量的增加造成汇率没有稳定点或者基本走势不能独立于投机影响的状态;第三,金融机构在外汇交易活动中的投机行为大大增加。与传统银行业务获利性减少相联系,投机活动量的增加使金融机构的外汇业务重点越来越倾向于货币投机,随之重心的转移,外汇市场的任何波动更有可能引起投机性的买进和卖出,使金融市场的波动更加复杂化。

(四)市场因素

1. 信息传递与预期因素

首先,信息制约了市场主体对汇率、利率或其他金融变量的预期。劳伦斯·科普兰认为,国际金融市场的特殊信息,即是出乎意料之外的“新闻”,市场主体对新闻作出预测性反应。如果市场是有效的,那么,即期汇率

$$S_t = -\rho_{(t-1)} + f_{t-1} + \eta (1-\epsilon)^{-1} \cdot \sum_{k=0}^{\infty} (\epsilon^k) \cdot (E_t Z_{t-k} - E_{t-1} Z_{t-k}), (0 < \rho < 1, \epsilon > 0)$$

由此可以看出,即期汇率由前一时期的远期汇率  $f_{t-1}$ 、目前到期的远期合同在当时签订确定的风险报酬  $-\rho_{(t-1)}$  和关于对基本因素的所有未来值(即“新闻”因素的影响)三个部分组成。“新闻”作为市场主体预期之外偶然出现的事情而导致的随机误差因素,包括内生影响因素,如利率、通货膨胀等,也包括外生影响因素如政府宣告、地震等偶然因素。科普兰认为,基本变量中使人吃惊的成分能否解释汇率波动的百分比,取决于我们观察到的每周、每月或者季度资料,也取决于我们选择的货币和观察到的其他因素。“新闻”事件对汇率的影响有一定范围,“外汇市场对市场的反应不是取决于这些信息是‘好’还是‘坏’,而是取决于这些信息比预期是‘更好’还是‘更坏’,预期到的信息已包括在现在的市场汇率之中,汇率只对未预料的信息作出反应。”比如,当政府公布货币供给、贸易差额等统计数字之后,市场汇率的变化并不取决于这些数字本身的大小,而是取决于这些统计数字与人们预期之间的差额,只有这种“新闻”才会影响汇率的变化。

其次,“新闻”信息的滞后是金融风险的一个内生因素。“滞后”是指新闻变量的发生日期和实际公布日期之间缺乏同步性,市场主体不能对其资产进行合理的组合调整,导致滞后摩擦成本。这一点决定于国际金融市场中的投资主体对信息的反应灵敏度。

再次,信息约束还表现在市场的进入障碍。美国经济学家斯蒂格利茨、奥德和威斯等认为:由于市场上信息不完全,有一部分投资者有可能被排除在金融市场之外。他们以国内信贷市场为例加以证明。假设有A和B两组投资者,其投资预期收益为  $R_A$  和  $R_B$ ,由于A组的工作特点或银行掌握信息不完全,在银行看来,对A组进行贷款的预期收益  $E_A$  相对于  $R_B$  来说大打折扣。相反,银行对B组熟悉,而且B组的工作稳当,风险较小,因而在银行家眼中,对B组的贷款预期收益  $E_B$  有可能高于  $R_B$ 。相对于B组而言,A组投资者可能被排除在借贷市场之外。国际金融市场,特别是在占重大比例的国际信贷市场中也存在,甚至更为严重的信息不充分问题,严重影响了国际借贷资本的流向和规模,加强了国际金融市场的不平衡性,容易引起国际金融市场的波动。

2. 金融市场的流动性不足和交易约束

首先,金融市场的流动性不足表现为金融投资主体的非完全自由交易。例如,在远期市场交易中,客户必须交纳一定的保证金,以保证远期市场交易人履行承诺。这笔保证金将使交易人承担机会成本,因为它不能被用来投资以取得收益。这种机会成本有碍于国际金融市场的正常运行。正如劳伦斯·科普兰说:“国际货币市场均衡必须有充足的套利资金作为条件,换句话说,某个或更多的套利者可以利用自由资金以驱使相应的比率达到均衡”。

其次,金融市场的流动性不足表现为金融工具的短缺。金融资产单一化使国际金融投资者无法达到分散风险的目的,一旦遇到风吹草动,加上主观预期,资产无法在国内金融工具之间进行转移,这时只有大规模地逃离本国市场,从而诱发金融风险。

金融市场的流动性越不足,金融资产转换的成本就越高。在国际金融市场中,只有汇率预测贬值的幅度更大才能抵消金融资产的转换成本,一旦在流动性不足的市场上售出大量金融资产,就会因供求关系导致市场价格下降,从而使国际金融市场严重失衡。例如1994年的印度尼西亚,外国投资者大约拥有上市股票的30%,占有交易量的70%以上,在这种情况下,投资者失去信心,就出现了因流动性不足而找不到买主的现象,需要进行金融资产转换的投资者面临严重的“租金”分割,使其预期变得更坏。

### 3. 金融市场垄断的存在有害于国际金融市场的运行

金融市场的垄断者往往拥有更充裕的信息和资金以及高明的投资或投机技术,操纵市场价格,获取垄断利润。在当前的国际外汇市场中,集中与垄断现象相当明显。根据英格兰银行1995年10月的一份调查,在伦敦外汇交易市场上,银行间的交易集中在少数大银行之间,前20家银行控制了整个伦敦汇市交易量的68%。金融市场主体的集中与垄断,人为操纵市场的行为,势必增加汇市的波动,酝酿金融风险。

## 三、结 论

根据上面的分析,可以得出以下结论。

第一,加入WTO,金融国际化是必然的选择,但是完全开放一国的资本市场要有一个过程,这里是指国际收支的资本项目实行自由化。原因在于我国金融市场在交易制度和监管体制上还不完善,市场信息传递不畅,金融工具短缺,投机操纵行为等非法现象还比较严重,在此情况下,对几万亿美元的巨额国际游资“开绿灯”,无异于“引狼入室”。东南亚国家为我们提供了教训,在准备不充分的情况下,过早地开放了国内资本市场,加上金融市场管理混乱,为投机者提供了大量的条件和机会。世界银行经济顾问穆斯地塔法·纳布利说得对:“一个国家应该寻求国内金融体系及资本帐户的自由化,但进行这些改革的时机选择和次序安排对于最大限度地减少危机和风险是关键。”

第二,在汇率制度的选择上,有管理的浮动汇率制不可动摇。固定汇率制容易扭曲一国的真实汇率,完全浮动汇率又由市场供求力量所控制,这两者都不能引导投资者的预期合理化,很容易被投机者人为操纵和利用,时刻有可能超过一国的金融监控能力,这本身就是一种潜在的金融风险。在利率的安排上,应主要采取市场化的原则,但也离不开金融当局的指导和调控,利率既需反映一国的资本供求关系,又要反映一国的真实生产率水平,与汇率水平相匹配。

第三,不断改善包括证券市场、债券市场和期货市场在内的金融市场交易制度,增强交易透明度,完善金融监管体制,从而有效地传递信息、克服市场垄断,这是我国金融市场建设的长期而关键的任务。这一点,香港在1998年8月的港币保卫战中为我们提供了宝贵的经验。香港就股票抛空和期货持仓公布了一系列规定,其中包括金融管理当局巩固港币联系汇率制度的7项技术措施及政府加强证券期货市场秩序和透明度的30条措施等,有效地防范了国际金融大鳄的侵犯。

在开放经济国家中,金融风险的防范是一项复杂的工程。本文仅从开放经济中金融风险的内在因素来分析。除此之外,还要受到一国的经济产业结构、外汇储备、货币与财政政策等外在因素的影响,本文把这些因素归为外在因素,不作讨论。

(作者单位:厦门大学 财政金融系)

责任编辑:李英海